



ANFÖRANDE

DATUM: 2016-03-18
TALARE: Vice riksbankschef Henry Ohlsson
PLATS: Swedbank

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Beslut idag, konsekvenser långt in i framtiden*

Vissa av de beslut som vi fattar har bara betydelse här och nu. Andra kan få konsekvenser under många decennier framåt, i en del fall till och med resten av livet. Val av utbildning och köp av bostad är exempel på beslut som har stor betydelse under lång tid.

För den som sätter sig i skuld genom beslut med långsiktiga konsekvenser har det givetvis stor betydelse hur höga räntor man får betala för skulden. Och då handlar det inte bara om räntorna idag eller på medellång sikt utan om räntorna flera decennier framåt i tiden.

De senaste åren har räntorna varit lägre än någonsin tidigare i modern tid. Flera centralbanker har i likhet med Riksbanken sänkt sina räntor till negativa nivåer och även statsobligationsräntor med längre löptider är nu historiskt mycket låga. Detta beror delvis på den utdragna lågkonjunkturen efter finanskrisen.

Men på riktigt lång sikt kommer strukturella faktorer som långsiktig tillväxt, sparbenägenhet och teknisk förändring att vara avgörande för ränteutvecklingen snarare än kortsiktiga variationer. Låt oss inleda med en definition som kan hjälpa oss att strukturera diskussionen och förstå de utmaningar vi står inför. Den ränta som vi i vanliga fall möter är *nominell* och mäter hur mycket vi betalar i kronor och ören när vi lånar eller erhåller när vi sparar. Men eftersom priserna brukar stiga över tiden minskar också värdet på våra kronor. För att ta hänsyn till detta kan man titta på den *reala* räntan, d.v.s. den nominella räntan minus den förväntade inflationstakten. Realräntan mäter hur mycket vi betalar för vårt lån i reala termer, d.v.s. i termer av vår köpkraft.

På mycket lång sikt bestäms realräntan av strukturella faktorer, så som sparande och investeringar. Och i en liten öppen ekonomi som Sverige bestäms de faktorerna främst i omvärlden. Penningpolitiken däremot påverkar inte realräntan nämnvärt på längre sikt. Däremot påverkar penningpolitiken inflationstakten och inflationsförväntningarna. Om penningpolitiken utgår från ett inflationsmål som uppfattas som trovärdigt kommer de långsiktiga inflationsförväntningarna att överensstämma med inflationsmålet.

Vi kan, med andra ord, säga att den långsiktiga nominalräntan bestäms av två faktorer:

* Jag vill tacka Bo Enegren, Hanna Köhler, Gustaf Norrefeldt, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner och Ulf Söderström för hjälp med detta anförande.

- *den långsiktiga realräntan*, som i sin tur bestäms av strukturella faktorer och är global och
- *inflationmålet*, som penningpolitiken kan göra trovärdigt.

Jag kommer att diskutera dessa två faktorer idag och spekulera kring hur de kan utvecklas på riktigt lång sikt.

För det *första* tänker jag ta upp det faktum att realräntorna på global nivå har sjunkit trendmässigt under lång tid. Vilka faktorer ligger bakom denna utveckling? Kommer trenden att hålla i sig och vilka blir i så fall konsekvenserna för penningpolitiken? Och vad betyder den för hushåll och företag?

För det *andra* kommer jag att diskutera inflationmålet. Här i Sverige har målet legat på 2 procent sedan det infördes i mitten på 1990-talet. De flesta andra länder med inflationsmål har också ett mål kring 2 procent. Vilka är deras erfarenheter av att ha ett mål på dessa nivåer? Bör nivån vara lägre eller högre?

Räntorna har alltså varit mycket låga under en lång tid nu, men det är rimligt att förvänta sig att de på lång sikt kommer att vara 3-4 gånger högre än i dag. Detta måste man ta hänsyn till annars kan beslut fattade idag få stora konsekvenser långt fram i tiden. Det är alltså viktigt att komma ihåg att de förutsättningar som gäller idag inte kommer att gälla decennier in i framtiden.

Trendmässigt lägre realränta sedan 1980-talet

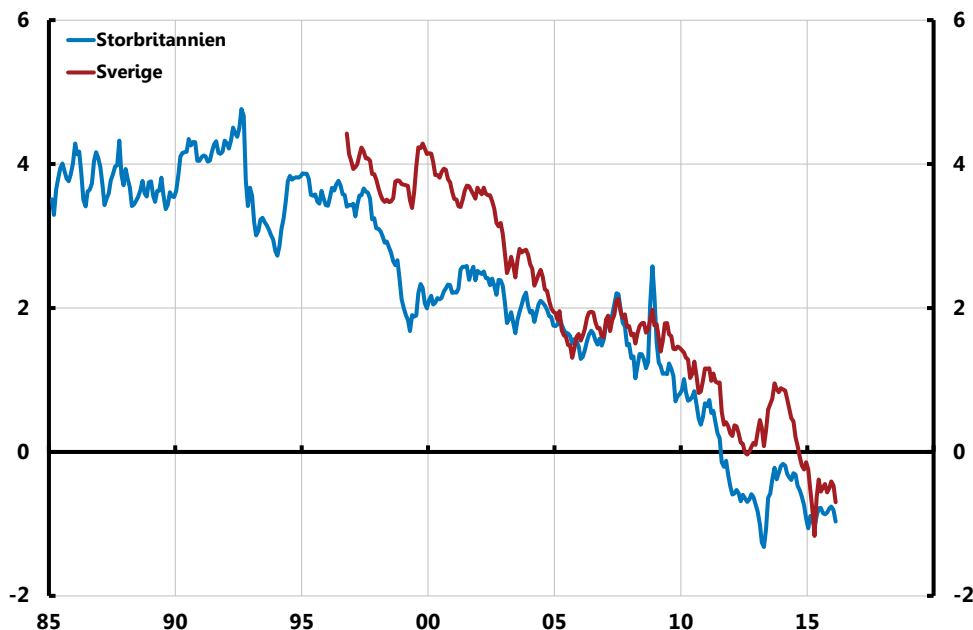
I takt med att den finansiella och ekonomiska integrationen i världsekonomin har ökat har gemensamma faktorer, som den globala tillväxten och det globala sparandet, spelat en allt större roll för ränteläget.¹ Realräntorna har fallit över hela världen vilket kan göra det motiverat att tala om en global realränta. Fallet är i storleksordningen 4-5 procentenheter sedan 1980-talet.² Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi kan den långsiktiga globala realräntan ses som ett ankare för den svenska realräntan. Under korta perioder kan realräntan i Sverige avvika från den globala realräntan, men över längre tidsperioder kommer den svenska realräntan att bestämmas av globala faktorer.

Figur 1 visar hur den långsiktiga realräntan har utvecklats i Sverige och Storbritannien sedan mitten av 1980-talet. Mer specifikt visar figuren 10-årsräntan på svenska och brittiska reala statsobligationer. Från mitten av 1980-talet och tio år framåt varierade realräntan kring knappt 4 procent i Storbritannien medan den var betydligt mer volatil på en högre nivå i Sverige. Därefter började en trendmässig nedgång som har pågått fram till idag. Idag ligger den svenska realräntan på cirka -0,5 procent medan den brittiska är cirka -1 procent.

¹ Se IMF (2014).

² Se King och Low (2014).

Figur 1. 10-årsränta på svenska och brittiska reala statsobligationer



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige och Storbritannien. Svenska realräntan är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden. Källor: Riksbanken, Bank of England och Reuters

I de allra flesta länder förefaller det också som om lägre realräntor är huvudförklaringen till att de nominella räntorna sjunkit under denna period. Under 1990-talet, när en rad centralbanker införde inflationsmål, bidrog även lägre inflationsförväntningar till att de nominella räntorna sjönk.

Varaktig stagnation eller skuldanpassning?

Det pågår sedan några år tillbaka en internationell diskussion om vad som orsakat nedgången i den globala realräntan. Något förenklat kan man tala om två huvudförklaringar i debatten.³

Enligt den ena förklaringen beror räntenedgången främst på faktorer som bestämmer de långsiktiga trenderna i investeringar och sparande som till exempel den demografiska utvecklingen. Den anknyter delvis till diskussionen om varaktig stagnation som bland annat har initierats av Lawrence Summers.⁴ Enligt denna syn skulle långsiktiga trender i sparande och investeringar driva ned den räntenivå som är förenlig med full sysselsättning. Minskningen är så kraftig att denna räntenivå ligger under noll.

Företrädare för den andra förklaringen, till exempel Kenneth Rogoff,⁵ lägger mer fokus på mer kortsiktiga faktorer som har direkta kopplingar till

³ Se Armelius m.fl. (2014).

⁴ Se Summers (2014).

⁵ Se Rogoff (2015).

■ finanskrisen, som hög skuldsättning och ökad osäkerhet, och som hållit tillbaka investeringarna och fått hushållen att spara mer.

Oavsett hur betydelsefull man anser att finanskrisen varit, är det klart att den nedåtgående räntetrenden startade långt tidigare. Redan åren före finanskrisen betecknade den dåvarande amerikanske centralbankschefen Alan Greenspan de låga långräntorna i USA som en gåta.

Tillväxt, sparande och teknik bestämmer nivån på realräntan

Oavsett vilken av förklaringarna man ansluter sig till så anser de flesta att den långsiktiga globala realräntan i första hand styrs av förväntningarna på den möjliga tillväxten, viljan att spara och de tekniska förändringarna. Jag kommer därför först att redogöra för hur de olika faktorerna kan påverka realräntan. Därefter diskuterar jag tänkbara orsaker till att tillväxten, sparbenägenheten och tekniken kan komma att förändras.

Lägre potentiell tillväxt globalt ger lägre global realränta

Enligt ekonomisk teori borde den förväntade tillväxten spela en viktig roll för utvecklingen av realräntan, ju lägre tillväxt desto lägre realränta. Internationella organisationer som IMF och OECD har korrigerat ned sina bedömningar av den globala trendmässiga tillväxten under de senaste åren. Detta skulle då leda till en lägre realränta.

Samtidigt kan man konstatera att den globala tillväxten var både stabil och relativt hög under de 15-20 år som föregick finanskrisen. Det går därför knappast att förklara den långvariga räntenedgången före finanskrisen med en lägre global tillväxt.

En möjlig förklaring kan i stället vara att den globala befolkningstillväxten har fallit under lång tid och att den förväntas fortsätta att falla framöver. Detta kan bidra till lägre potentiell tillväxt i och med att arbetskraften ökar långsammare. Samtidigt motverkas den effekten om arbetsproduktiviteten stiger.

Långsammare befolkningstillväxt och det faktum att den arbetsföra befolkningen krymper talar för att tillväxten kommer att förbli lägre än den var decennierna före finanskrisen. Utsikterna för arbetsproduktiviteten är däremot betydligt mer svårbedömda. Arbetsproduktivitets ökningstakt sjönk i samband med den ekonomiska nedgången efter finanskrisen och det är en öppen fråga hur bestående effekterna kommer att bli.

Demografin påverkar benägenheten att spara och därmed realräntan

Den demografiska utvecklingen påverkar även benägenheten att spara. Medellivslängden har ökat och födelsetalen sjunkit under de senaste decennierna. Detta har inneburit att befolkningen åldrats på de flesta håll i världen. Det gäller framför allt i de utvecklade länderna men också i länder som Kina och i flera andra tillväxtekonomier. Bara det faktum att människor i genomsnitt lever längre innebär att de behöver spara mer för sin ålderdom, såvida inte pensionsåldern höjs i takt med att medellivslängden ökar. Utvecklingen har dessutom inneburit att den äldre arbetsföra befolkningen (40-65 år) – som normalt har ett högt sparande – har ökat sin andel av hela befolkningen de senaste decennierna. Det finns alltså goda skäl att anta att den

demografiska utvecklingen har bidragit till ökad benägenhet att spara i världen och därmed också till en lägre realränta.

Den demografiska effekten på sparandet i Kina förtjänar att särskilt lyftas fram. Enbarnspolitiken bidrog till att födelsetalen minskade kraftigt. Samtidigt ökade medellivslängden. Kombinationen av svaga offentliga skyddsnät och färre barn som kunde sörja för de äldre var sannolikt en viktig förklaring till att sparandet ökade i den kinesiska ekonomin. Allteftersom Kina blivit alltmer integrerat i den globala ekonomin har det kinesiska sparandet också i ökad utsträckning kunnat kanaliseras till övriga världen för investeringar.

Ökad benägenhet att spara i många tillväxtekonomier

Även många andra tillväxtekonomier har ökat sitt sparande, men delvis av andra skäl än ändrad demografi. Erfarenheterna från Asienkrisen 1998 bidrog till att många tillväxtländer centralbanker byggde upp sina valutareserver för att kunna stå emot framtida valutautflöden. Dessa länders ökade efterfrågan på tillgångar med låg risk, såsom statsobligationer, ledde till att räntorna pressades ned från slutet av 1990-talet till åren före finanskrisen. Den stigande efterfrågan på säkra tillgångar bidrog också till att skillnaden mellan den riskfria räntan och räntan på mer riskfyllda placeringar ökade.

Fler pensionärer kan på sikt ge lägre sparande och därmed högre realränta

Å andra sidan kan sparandet successivt komma att minska i takt med att en allt större andel av världens befolkning uppnår pensionsåldern. Hur snabbt och med vilken styrka demografin kommer att påverka sparandet är dock osäkert. Det beror bland annat på i vilken utsträckning de äldre väljer att stanna kvar längre i arbetslivet och i vilken mån de som arbetar sparar mer för sin pension när deras förväntade livslängd stiger.

Ökade inkomstskillnader påverkar också benägenheten att spara

En annan faktor som kan förklara att sparbenägenheten har ökat är den ökande inkomstspridningen. I de flesta utvecklade länder har inkomstskillnaderna ökat sedan 1980-talet.

Höginkomsttagare har normalt sett en högre sparbenägenhet än låginkomsttagare. Den ökande inkomstspridningen kan därför ha medfört att sparandet har ökat. Samtidigt ska sägas att även om inkomstskillnaderna har ökat inom en rad länder har de minskat på global nivå i och med att tillväxtekonomierna knappt in på de utvecklade ekonomierna. Det är därför en öppen fråga hur det globala sparandet har påverkats.

Lönernas andel av förädlingsvärdet har minskat

Den ökade inkomstspridningen visar sig även på andra sätt. Det trendmässigt ökade sparandet har varit så omfattande att förmögenheten har stigit kraftigt i de flesta industriländer. Förmögenheten har också stigit snabbare än

nationalinkomsten.⁶ Dessa förmögenhetsökningar överförs och omvandlas till kapital som används i produktionen. I de flesta fall sker detta via de finansiella marknaderna. Den globala realräntan kommer i sin tur att anpassas så att den önskade kapitalstocken överensstämmer med den tillgängliga förmögenheten.

Under de senaste decennierna har det visat sig att uppgången i förmögenhet och kapital i förhållande till nationalinkomsten har varit förhållandevis större än nedgången i realräntan. Detta har inneburit att kapitalandelen av förädlingsvärdet (kvoten mellan realräntan multiplicerat med kapitalet och nationalinkomsten) har stigit trots att realräntan har gått ner. Kapitalandelen och löneandelen summerar alltid till ett. Följaktligen har därför också lönernas andel av förädlingsvärdet minskat i många länder.⁷ Ett annat sätt att uttrycka detta är att det inte har behövts så stora realräntesänkningar för att kapitalet skulle absorbera den ökande förmögenheten. Och detta beror i sin tur på den produktionsteknik som används.

Efter denna diskussion om vad som bestämmer realräntans utveckling på lång sikt övergår jag nu till att diskutera inflationsmålet som är den andra faktorn som har betydelse för de nominella räntorna på längre sikt.

Inflation på lång sikt

De flesta av Sveriges viktigaste handelspartners har inflationsmål i en eller annan form. I de flesta fall handlar det om ett mål för inflationstakten kring 2 procent per år, se Tabell 1.

Tabell 1. Inflationsmål i några länder

Land	Inflationsmål, procent
Euroområdet	< 2
USA	2
Kina	3
Storbritannien	2
Norge	2,5
Polen	2,5 ± 1
Japan	2
Kanada	2 ± 1
Tjeckien	2 ± 1
Australien	2-3

Källor: centralbanknews.info och enskilda centralbankers hemsidor.

⁶ Se Piketty & Zucman (2014). Waldenström (2015) redovisar förmögenhets-/nationalinkomstkvoten för Sverige.

⁷ Se Karabarbounis & Neiman (2014) och Bengtsson & Waldenström (2015).

■ Vanligare att räntan begränsas av sin nedre gräns

När den långsiktiga nivån på den globala realräntan är låg ökar risken för att den nominella räntan kommer att nå sin nedre gräns vid framtida konjunkturedgångar. Många har därför i olika sammanhang argumenterat för att inflationsmålen borde höjas.⁸ På så vis ökar avståndet till nominalräntans nedre gräns och det blir lättare att stimulera ekonomin vid konjunkturedgångar. För närvarande pågår till exempel en översyn av inflationsmålet i Kanada där Bank of Canada bland annat analyserar tänkbara konsekvenser av att höja inflationsmålet.⁹ Om den nominella räntan stannar vid noll kan den reala räntan kortsiktigt sänkas till maximalt -2 procent, med ett inflationsmål på 2 procent. Om inflationsmålet och inflationsförväntningarna i stället var 4 procent skulle den reala räntan kortsiktigt kunna sänkas till -4 procent.

Visserligen har räntorna gått under noll i Sverige och ett antal andra länder men sambandet mellan högre inflationsmål och kortsiktiga möjligheter till en lägre realränta kvarstår.

Fördelar och nackdelar med höjt inflationsmål

Den mest uppenbara fördelen med att höja inflationsmålet till säg 3 eller 4 procent vore att man då ökar möjligheterna att stimulera ekonomin vid framtida djupa lågkonjunkturer för att få upp efterfrågan och inflationen. Erfarenheterna från finanskrisen är att man tidigare underskattat risken för mycket djupa och långvariga recessioner. Före finanskrisen bedömde man ofta riskerna för djupa ekonomiska kriser utifrån erfarenheterna under efterkrigsperioden, då konjunktursvängningarna var små, och därmed låg det nära till hands att underskatta riskerna. Om man studerar ekonomiska data som sträcker sig betydligt längre tillbaka i tiden visar det sig att stora nedgångar varit betydligt vanligare.

Samtidigt finns det flera faktorer som gör en höjning av inflationsmålet problematisk, inte minst gäller detta hur själva övergången till ett nytt inflationsmål skulle genomföras. Till exempel skulle trovärdigheten för ett nytt mål försvagas om det annonserades i ett läge då inflationen låg långtifrån det gamla målet.

Det skulle också vara problematiskt att införa ett nytt högre inflationsmål isolerat i Sverige om andra viktiga centralbanker i vår omvärld höll fast vid en nivå kring 2 procent. Den svenska konkurrenskraften skulle till exempel kunna försämrans om inflationen och löneökningarna vore högre i Sverige än i omvärlden. Enligt teorin borde den svenska kronan visserligen försvagas i ett sådant läge så att konkurrenskraften återställdes. Men det finns många faktorer som påverkar växelkursen och en anpassning kan ta lång tid. Och under tiden skulle svensk konkurrenskraft alltså kunna försämrans.

Det finns också en risk att inflationen skulle komma att variera mera om vi hade ett högre mål. Detta skulle kunna innebära att det blev svårare för de ekonomiska aktörerna att skilja uppgångar i den allmänna prisnivån från relativprisförändringar och därmed svårare att fatta goda ekonomiska beslut.

⁸ Se till exempel Ball (2014).

⁹ Se Kryvtsov och Mendes (2015).

- Därmed har jag belyst de två faktorer som är avgörande för den nominella räntan på längre sikt. Det är nu tid att sätta samman dem.

Den nominella räntan på lång sikt

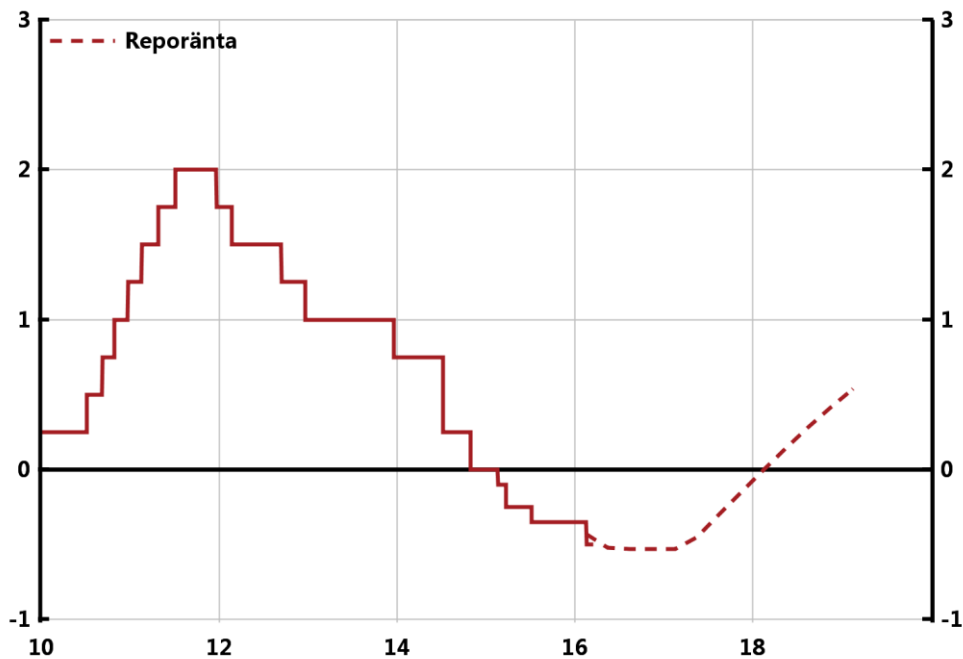
Låga räntor länge ...

Att den globala realräntan har sjunkit har förstås också konsekvenser för penningpolitiken. Många centralbanker har sänkt sina styrräntor till historiskt låga nivåer för att stimulera efterfrågan och få inflationen att stiga. I Sverige framhåller Riksbanken att de nominella räntorna kommer att vara låga under lång tid framöver. Riksbankens prognoser sträcker sig två, tre år framåt i tiden. Figur 2 visar den reporäntebana som Riksbankens direktion beslutade om vid direktion mötet i februari.

Riksbankens prognos är att reporäntan kommer att ligga på den nuvarande nivån om -0,5 procent fram till någon gång kring halvårsskiftet 2017. Vid årsskiftet 2018/19 är prognosen att reporäntan har stigit till 0,5 procent. Riksbanken bedömer att denna expansiva penningpolitik krävs för att inflationen ska stiga och stabiliseras runt 2 procent under 2017.

De låga räntorna innebär att de flesta som sparar eller lånar till konsumtion och investeringar kommer att möta låga räntor under denna tid. Men det finns också ekonomiska beslut där konsekvenserna sträcker sig längre fram i tiden.

Figur 2. Reporäntan och reporäntebanan



Anm. Procent.

Källa: Riksbanken

■ ... men sen då?

Går det att säga något om var de nominella räntorna kommer att ligga om 10, 15 eller 20 år? Det vore förmätet att göra precisa prognoser. Men det går att resonera sig fram till ett scenario för ett tänkbart normaltillstånd som bygger på det vi vet idag om de faktorer jag har diskuterat. I ett sådant normaltillstånd skulle exempelvis nödvändiga skuldanpassningar efter finanskrisen vara avklarade.

Med *högre global tillväxt* skulle vi förvänta oss högre globala realräntor. Tillväxten kan i princip komma från att sysselsättningen eller arbetsproduktiviteten börjar öka snabbare.

Om vi får ett *lägre globalt sparande* kan vi förvänta oss högre globala realräntor. Sparandet kan komma att minska om andelen äldre stiger och pensionsåldern sjunker. Om inkomstspridningen minskar kan också det leda till lägre globalt sparande.

När sparandet minskar kan det innebära ytterligare tryck uppåt på de globala realräntorna eftersom konkurrens om sparpengar kan väntas öka bland de som vill investera i ny produktionsteknik. Detta kan också få betydelse för realräntans utveckling.

Slutligen handlar det om penningpolitiken. Kommer den att bedrivas med ett inflationsmål? Och på vilken nivå kommer i så fall målet att ligga?

De nominella räntorna kommer att bli högre i framtiden

De demografiska förändringar som man kan se framöver talar för att det globala sparandet kommer att minska. Detta skulle tala för högre globala realräntor. De framtida tillväxtförutsättningarna är mer osäkra, men om arbetsproduktiviteten skulle börja öka snabbare än idag skulle det bli ett ytterligare tryck uppåt på de globala realräntorna.

Låt oss därför säga att de framtida globala realräntorna kommer att vara av storleksordningen 1,5–2,5 procent. Om vi till detta lägger ett inflationsmål och inflationsförväntningar på 2 procent i Sverige skulle vi komma fram till nominalräntor på 3,5–4,5 procent.

Även om vi inte kommer att få se en återgång till de nominella räntenivåer som vi tidigare betraktade som normala kommer de nominella räntorna på lång sikt då att bli väsentligt högre än vad de är idag. Det viktiga är att ekonomiska aktörer som idag fattar beslut med långsiktiga konsekvenser har detta i åtanke. Det kan till exempel handla om hushåll som idag lånar för att köpa en bostad. I framtiden kan räntorna på dessa lån ligga tre-fyra gånger högre än dagens bolåneräntor.

Jag inledde med att diskutera de stora skillnader i tidshorisonter som finns i de ekonomiska beslut vi alla har att fatta. En del beslut gäller bara här och nu. Om något skulle bli fel är det inga större problem att rätta till. I andra fall handlar det om beslut idag med konsekvenser långt in i framtiden. Då blir det viktigt att inte utgå ifrån att de förutsättningar som gäller idag kommer att gälla decennier in i framtiden.

■ Referenser

Armelius, Bonomolo, Lindskog, Rådahl, Strid och Walentin (2014) "Lägre neutral ränta i Sverige?", Ekonomisk kommentarer, nr 8, Riksbanken.

Ball, L. (2014) "The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent". IMF Working Paper WP/14/92, June.

Bengtsson E & Waldenström D (2015) "Capital shares and income inequality: Evidence from the long run" CEPR Discussion Paper DP11022, December.

IMF (2014) "Perspectives on Global Real Interest Rates", World Economic Outlook, April.

Karabarbounis, L & Neiman, B (2014) "The Global Decline of the Labor Share", *Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61-103.

King, M, Low, D, (2014) "Measuring the 'world' real interest rate", NBER Working Paper No. 19887.

Krytsov, O, Mendes, R (2015) "The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues, Bank of Canada, Discussion Paper 2015-8.

Piketty, T & Zucman, G (2014) "Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700–2010", *Quarterly Journal of Economics*, 129(3), .1255-1310.

Rogoff, K (2015). "Debt supercycle, not secular stagnation", VOX, CEPR's Policy Portal.

Summers, L. "Reflections on the new 'Secular stagnation hypothesis'", VOX, CEPR's Policy Portal, 30 October 2014.

Waldenström, D (2015) "Wealth-income ratios in a small, late-industrializing, welfare-state economy: Sweden, 1810–2014" Department of Economics, Uppsala University, Working Paper 2015:4, October.